



2013年9月3日

市场焦点

评级: 卖出

目标价: 3.18 港元

H-股股价 (港元)	3.01
预测股价上升空间	5.65%
预测股息率	3.16%
预测总投资回报	8.81%

最近评级&目标价 持有: 4.45 港元  
日期 2013年7月25日

分析师: 李凯怡  
电话: (852) 2147 8809  
电邮: lisalee@abci.com.hk

主要数据

52 周高/低价(港元)	6.17/2.77
发行股数 (百万)	1,099.4
市值 (百万港元)	3,572.8
3 个月日均成交额(百万港元)	22.93
主要股东 (%):	
张天任*	36.64
Pinpoint Capital Management	5.96
Deutsche Bank	5.80
JP Morgan	5.07
Credit Suisse	5.00

\*董事会主席  
来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2013 年上半年收入组成 (%)

铅酸电池产品	
电动自行车电池	94.1
储能电池	0.2
纯电动汽车电池	3.8
镍氢及锂电池产品	1.1
电路板	0.3
其他	0.5
总计	100.0

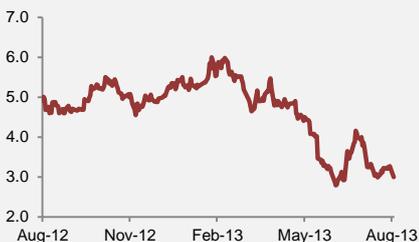
源: 公司, 农银国际证券

股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(19.8)	(19.6)
3 个月	(32.1)	(31.7)
6 个月	(47.6)	(46.7)

\*相对于恒指  
来源: 彭博, 农银国际证券

1 年股价表现(港元)



来源: 彭博

# 天能动力(819 HK)

## 生产外包的增加伤害利润率; 评级下调至“卖出”

- 2013 年上半年, 天能的净利润倒退 77.9%至 8,300 万元。业绩欠佳, 但是由于天能早在 6 月中已经发布了盈警, 市场对中期业绩并没有感到意外
- 在 7 月连续四次提价后, 我们相信下半年的毛利率将有所反弹。但是鉴于 8 月销售均价又回吐 8%-10%, 我们预期反弹幅度会有限, 而且更多的使用外包也将给毛利率带来压力
- 我们将 2013/2014 年天能的每股盈利下调 37%/34%至 0.2477/0.4363 元。基于 6.0 倍 2014 年预测市盈率, 我们将目标价从 4.45 港元下调至 3.18 港元。下调评级至“卖出”

中期业绩欠佳。主要由于电动自行车铅酸电池销量大增(同比增长 79.9%), 天能 2013 年上半年收入同比上升 54.8%至 59.192 亿元(人民币, 下同)。但是, 由于销售均价下跌导致毛利率大幅下挫, 拖累期内的净利润倒退 77.9%至 8,300 万元。业绩欠佳, 但是由于天能早在 6 月中已经发布了盈警, 市场对中期业绩并不意外。

下半年毛利率将有所反弹, 但利润率的改善将部分被 OEM 的上升对冲。始于去年下半年的价格竞争和由于更多的使用 OEM 带来的单位成本上升是导致今年上半年业绩表现差的主要原因。2013 年上半年, 铅酸动力电池的平均售价从 2012 年的每支 104.4 元下降至 97.7 元。但在 7 月连续四次提价后, 销售均价已经上升了 20%, 我们相信下半年的毛利率将有所反弹。不过如我们预期, 价格在旺季后将回软 - 8 月份价格又回落了 8%-10%。此外, 不断提高 OEM 的使用也将给毛利率带来压力。

更多的使用 OEM 将减少利润率。虽然管理层强调他们的生产厂房均符合环保标准, 我们相信来自媒体的压力将导致政府更密切的监控, 同时我们判断这可能已经令天能更多的使用代工。就产量而言, 2013 年上半年 OEM 占天能总产量的比例从去年的 22% 上升至 36%, 而管理层预测这个比例在下半年将继续攀升。由于 OEM 的毛利率比自己生产的电池(11.5%)低 2.7 个百分点, 我们将 2013 年的预测毛利率从 15%下调至 12.8%。虽然 OEM 将帮助集团增加市场份额, 但盈利能力将受到影响。

下调评级至“卖出”。管理层指出 2013 年上半年的资本开支下降至 3.48 亿(去年下半年为 4.62 亿), 而且今年下半年的资本开支将为 3.50 亿; 2013 年全年总产量的目标值保持在 9,300 万支, 但 2014 年的目标值被下调 15%至 1.06-1.10 亿支。我们估计 2013 年下半年的净利润将达到 1.92 亿, 比上半年环比增长 131%。环比大幅增长是由于集团的盈利对销售均价的变化高度敏感(1%的价格变化将导致 10%的每股盈利变化)。但是基于对全年毛利率的下调, 我们将 2013 年天能的每股盈利下调 37%至 0.2477 元, 2014 年的每股盈利下调 34%至 0.4363 元。基于 6.0 倍 2014 年预测市盈率, 我们将目标价从 4.45 港元下调至 3.18 港元。下调评级至“卖出”。

风险因素: 1) 生产风险; 2) 股价波动; 3) 交易的流动性风险; 4) 近期的价格走势显示了由于季节性, 导致销售均价具有较高的波动。

业绩和估值

财年截至31/12	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入 (百万元人民币)	3,752.8	5,438.3	9,887.6	12,750.0	15,381.3
同比变化(%)	66.43	44.91	81.81	28.95	20.64
净利润 (百万元)	346.3	615.9	708.7	275.3	484.8
每股盈利 (元)	0.2993	0.5630	0.6377	0.2477	0.4363
同比变化(%)	23.15	88.12	13.26	(61.16)	76.13
每股净资产 (元)	1.8057	2.2944	2.8402	2.8986	3.2645
同比变化(%)	15.91	27.07	23.79	2.06	12.62
市盈率 (倍)	-	-	3.72	9.59	5.44
市账率 (倍)	-	-	0.84	0.82	0.73
资产回报率 (%)	12.96	15.66	12.60	3.49	4.61
股本回报率 (%)	19.03	27.64	25.75	8.89	14.31
每股股息(元)	0.0976	0.1690	0.1919	0.0751	0.1323
股息收益率 (%)	-	-	8.07	3.16	5.57
净负债率 (%)	6.17	28.69	67.02	71.50	78.42

来源: 彭博, 农银国际证券预测



1: 天能 2013 年上半年业绩

利润表	1H13	2H12	1H12	环比变化	同比变化	评论
	人民币百万	人民币百万	人民币百万	(%)	(%)	
营业额	5,919	6,063	3,825	(2.4)	54.8	收入增长主要受期内销量同比上升 79.9% 带动(销售至 57.02 百万支), 但部分增长被销售均价的下跌所对冲, 期内价格同比下跌 12.5% (至 97.7 元)
销售成本	(5,277)	(5,194)	(2,839)	1.6	85.9	由于更多的使用 OEM 和大尺寸电池的生产导致铅消耗上升, 因此单位成本从 2012 年的 84.1 元上升到 87.4 元
毛利	642	869	986	(26.1)	(34.9)	
毛利率 (%)	10.8	14.3	25.8	(3.5)ppt	(14.9)ppt	
其他收入及收益	82	86	44	(5.4)	86.5	
其他收益及亏损	(19)	(13)	5			
销售及分销成本	(160)	(42)	(208)	276.7	(23.3)	
行政开支	(173)	(164)	(138)	5.3	25.1	
上市相关开支	0	0	0	-	-	
研发成本	(154)	(174)	(119)	(11.5)	29.3	
其他费用	(52)	(68)	(28)	-	-	
应占联营公司利润	(0)	(0)	(0)	(30.8)	-	
EBIT	166	493	542	(66.3)	(69.4)	
EBIT 利率润 (%)	2.8	8.1	14.2	(5.3)ppt	(11.4)ppt	
财务费用	(73)	(54)	(68)	34.8	8.1	
税前利润	93	439	474	(78.9)	(80.5)	
税费	(9)	(106)	(98)	(91.1)	(90.3)	
税后利率	83	333	376	(75.1)	(77.9)	
少数股东权益	(0)	(0)	0	0.0	-	
归属公司股东利润	83	333	376	(75.1)	(77.9)	
净利润率 (%)	1.4	5.5	9.8	(4.1)ppt	(8.4)ppt	
<b>收入组成</b>						
铅酸电池产品	5,809	5,925	3,760	(2.0)	54.5	
电动自行车电池	5,570	5,691	3,541	(2.1)	57.3	
储能电池	14	37	22	(61.1)	(35.8)	
纯电动汽车电池	225	197	196	14.0	14.4	
其他用途电池	0	0	0	-	-	
镍氢及锂电池产品	65	54	44	21.2	47.1	
电极板	15	70	0	(78.5)	-	
其他	30	15	20	103.4	46.8	
<b>总计</b>	<b>5,919</b>	<b>6,063</b>	<b>3,825</b>	<b>(2.4)</b>	<b>54.8</b>	
铅酸电池产品	98.1	97.7	98.3	(0.4)	0.6	
电动自行车电池	94.1	93.9	92.6	(0.2)	(1.3)	
储能电池	0.2	0.6	0.6	0.4	(0.0)	
纯电动汽车电池	3.8	3.3	5.1	(0.5)	1.9	
其他用途电池	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
镍氢及锂电池产品	1.1	0.9	1.2	(0.2)	0.3	
电极板	0.3	1.2	0.0	0.9	(1.2)	
其他	0.5	0.2	0.5	(0.3)	0.3	
<b>总计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	
<b>资产负债表</b>						
	30/6/13	31/12/12	30/6/12	环比变化	同比变化	评论
	人民币百万	人民币百万	人民币百万	(%)	(%)	
债务总额	3,010	2,906	2,378			
现金	981	673	768			
债务净额	2,030	2,233	1,610			
净负债率	67.3	67.0	59.4			保持稳定, 因为资本开支放缓
<b>主要指标</b>						
流动比率	1.1	1.1	1.2			
存货周转天数	36.4	140.3	50.0			
应收账款周转天数	23.6	79.9	36.7			
应付账款周转日	48.7	90.7	52.3			

来源:公司,农银国际证券预测



综合利润表(2010A-2014E)

财年截至31/12 (人民币百万)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入	3,752.8	5,438.3	9,887.6	12,750.0	15,381.3
销售成本	(2,881.4)	(4,003.2)	(8,032.5)	(11,195.7)	(13,229.7)
毛利	871.4	1,435.1	1,855.1	1,554.3	2,151.6
其他收入及收益	74.8	91.0	129.9	165.8	200.0
销售及分销成本	0.0	11.0	(8.1)	0.0	0.0
行政开支	(224.7)	(164.9)	(250.3)	(331.5)	(461.4)
研发成本	(112.4)	(198.0)	(293.6)	(318.8)	(384.5)
其他费用	(55.1)	(67.5)	(95.2)	(127.5)	(153.8)
应占联营公司利润	0.0	(0.3)	(0.4)	0.0	0.0
EBIT	443.1	908.5	1,034.9	558.6	887.2
财务费用	(14.3)	(78.8)	(122.4)	(205.7)	(265.7)
税前利润	428.8	829.6	912.5	352.9	621.6
税费	(82.5)	(213.7)	(203.1)	(77.6)	(136.7)
少数股东权益			(0.7)	(1.0)	(1.0)
归属公司股东利润	346.3	615.9	708.7	275.3	484.8
折旧摊销	65.4	79.9	130.1	156.9	188.4
EBITDA	508.4	988.3	1,165.0	715.5	1,075.6
股息	105.7	183.8	211.0	82.6	145.4
已发行股份数目 (百万)	1,083.3	1,089.8	1,099.3	1,099.3	1,099.3
可发行股数(百万)					
购股权@ HK\$1.22	29.5	0.0	0.0	0.0	0.0
购股权@ HK\$3.18	44.2	4.2	11.9	11.9	11.9
全面摊薄股数(百万)	1,157.0	1,094.0	1,111.3	1,111.3	1,111.3
每股价值 (人民币元)					
全面摊薄每股盈利	0.0976	0.1690	0.1919	0.0751	0.1323
新业务价值	0.2993	0.5630	0.6377	0.2477	0.4363
每股派息	1.8057	2.2944	2.8402	2.8986	3.2645

来源:公司,农银国际证券预测

主要比率 (2010A-2014E)

财年截至31/12	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
盈利能力指标 (%)					
毛利率	23.22	26.39	18.76	12.19	13.99
EBITDA 利润率	13.55	18.17	11.78	5.61	6.99
EBIT 利润率	11.81	16.70	10.47	4.38	5.77
EBT 利润率	11.42	15.26	9.23	2.77	4.04
净利润率	9.23	11.33	7.17	2.16	3.15
平均资产回报率	12.96	15.66	12.60	3.49	4.61
平均股本收益率	19.03	27.64	25.75	8.89	14.31
成本率 (%)					
销售及分销成本/收入	-5.99	-3.03	-2.53	-2.60	-3.00
管理费用/收入	-2.96	-3.64	-3.06	-3.01	-3.02
研发费用/收入	-3.00	-3.64	-2.97	-2.50	-2.50
实际税率	-1.47	-1.24	-0.96	-1.00	-1.00
杠杆比率 (倍)					
流动比率	1.77	1.33	1.12	1.00	0.99
速动比率	1.03	0.84	0.65	0.61	0.65
净债务/权益总额	6.17	28.69	67.02	71.50	78.42
营运资金周期 (天)					
存货周转天数	160	123	140	140	140
应收账款周转天数	82	71	80	93	93
应付账款周转天数	112	80	91	110	110

来源:公司,农银国际证券预测



**综合资产负债表 (2010A-2014E)**

财年截至31/12 (人民币百万)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
固定资产投资	981.6	1,583.5	2,383.1	2,928.7	3,442.8
预付租赁款项	97.3	102.2	157.5	155.0	152.5
其他	60.6	79.9	243.8	243.8	243.8
<b>非流动资产</b>	<b>1,139.5</b>	<b>1,765.6</b>	<b>2,784.4</b>	<b>3,327.5</b>	<b>3,839.1</b>
存货	818.8	1,124.7	1,953.8	2,340.4	2,734.0
贸易应收款	0.0	34.6	47.0	47.0	47.0
应收票据	634.8	822.2	1,557.6	1,691.0	2,728.9
预付款项及其他应收款	2.1	2.3	3.8	3.8	3.8
应收关联方的款项	0.0	0.0		0.0	0.0
预付租赁款项 (即期部分)	0.0	110.0	160.0	160.0	160.0
货币市场基金	65.0	166.1	120.3	120.3	120.3
受限制银行存款	424.3	752.9	813.7	1,628.0	2,092.2
银行结余及现金	0.0	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>流动资产</b>	<b>1,945.0</b>	<b>3,017.3</b>	<b>4,660.8</b>	<b>5,995.0</b>	<b>7,890.7</b>
应付票据、贸易账款和其他应付款项	545.4	710.0	1,280.5	2,093.5	3,098.6
应付关联方款项	0.0	0.1	15.8	15.8	15.8
应缴所得税	37.9	83.9	102.3	102.3	102.3
银行借款 (一年内到期)	515.0	1,470.4	2,357.8	3,357.8	4,357.8
短期贷款票据	0.0	0.0	400.0	400.0	400.0
<b>流动负债</b>	<b>1,098.4</b>	<b>2,264.3</b>	<b>4,156.4</b>	<b>5,969.4</b>	<b>7,974.5</b>
银行借款 (一年后到期)	30.0	0.0	70.0	70.0	70.0
递延所得税	0.0	18.1	17.9	17.9	17.9
长期贷款票据	0.0	0.0	78.6	78.6	78.6
<b>非流动负债</b>	<b>30.0</b>	<b>18.1</b>	<b>166.5</b>	<b>166.5</b>	<b>166.5</b>
<b>总资产</b>	<b>3,084.5</b>	<b>4,782.9</b>	<b>7,445.2</b>	<b>9,322.5</b>	<b>11,729.9</b>
<b>净资产</b>	<b>1,956.2</b>	<b>2,500.5</b>	<b>3,122.3</b>	<b>3,186.6</b>	<b>3,588.9</b>
<b>资本及储备:</b>					
实收资本/股本	106.4	106.9	107.7	107.7	107.7
储备	1,849.8	2,393.6	2,945.2	3,009.5	3,411.7
<b>归属公司股东的权益</b>			<b>3,052.9</b>	<b>3,117.2</b>	<b>3,519.4</b>
少数股东权益			69.4	69.4	69.4
<b>总权益</b>	<b>1,956.2</b>	<b>2,500.5</b>	<b>3,122.3</b>	<b>3,186.6</b>	<b>3,588.8</b>

来源:公司,农银国际证券预测

**综合现金流量表(2010A-2014E)**

财年截至31/12 (人民币百万)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>EBITDA</b>	<b>508.4</b>	<b>988.3</b>	<b>1,165.0</b>	<b>715.5</b>	<b>1,075.6</b>
(增加)/存货减少。	(219.7)	(306.0)	(731.0)	(386.5)	(393.6)
(增加)/应收账款减少	(254.6)	(171.7)	(643.0)	(133.3)	(1,037.9)
(增加)/减少, 票据及其他应收款	89.7	125.7	394.4	813.0	1,005.1
其他	19.5	6.5	14.7	0.0	0.0
<b>(所用)/产生的经营现金</b>	<b>143.3</b>	<b>642.9</b>	<b>200.1</b>	<b>1,008.6</b>	<b>649.2</b>
支付利息	(14.0)	(64.6)	(108.5)	(205.7)	(265.7)
已付所得税	(68.1)	(166.1)	(263.7)	(77.6)	(136.7)
经营活动产生的现金流量	<b>61.2</b>	<b>412.2</b>	<b>(172.1)</b>	<b>725.3</b>	<b>246.8</b>
投资活动产生的现金流量	<b>(341.9)</b>	<b>(910.2)</b>	<b>(906.3)</b>	<b>(700.0)</b>	<b>(700.0)</b>
筹资活动产生的现金流量	<b>344.7</b>	<b>826.6</b>	<b>1,139.3</b>	<b>789.0</b>	<b>917.4</b>
现金及现金等价物净(减少)/增加	64.0	328.6	60.8	814.3	464.2
期初现金及现金等价物	360.3	424.3	752.9	813.7	1,628.0
期末现金及现金等价物	424.3	752.9	813.7	1,628.0	2,092.2

来源:公司,农银国际证券预测



## 权益披露

分析员，李凯怡，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司可能会向本报告提及的任何公司寻求投资银行服务并收取财务费用。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 < 市场回报
卖出	股票投资回报 < 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	$180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

### 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183